

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

白色家电

**格力电器 (000651)**

事件快评

**买入**

(维持评级)

2021年05月31日

## 三次大额回购创纪录，空调龙头或迎第二春

证券分析师: 陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110004
证券分析师: 王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120004
联系人: 邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn	

### 事项:

格力电器发布股票回购公告，拟以自有资金 75-150 亿元回购公司股票，回购价格不超过 70 元/股。以 150 亿元回购额计算，预计可回购 2.14 亿股，占总股本比例为 3.56%；以 75 亿回购额计算，预计可回购 1.07 亿股，占总股本的 1.78%。回购将用于员工持股计划或股权激励。

**国信家电观点:** 1) 三次大额回购彰显信心，看好公司长期发展价值。2) 近期跟踪: 5 月空调内销排产增速领先，销售均价迎来持续上涨。3) 员工持股计划落地在即，治理结构改善可期。4) 投资建议: 此次创纪录的回购显示出公司对未来长期发展的坚定信心，公司空调主业不断扩展应用领域，在冰洗等其他家电产品上快速开拓，在智能装备、精密模具、新能源、半导体等新兴产业实现突破，未来有望持续为公司贡献增长动力。维持此前盈利预测，预计 21-23 年归母净利润为 253/290/316 亿元，对应 EPS 为 4.21/4.82/5.26 元，对应当前股价 PE 为 13.8/12.0/11.0X，维持“买入”评级。5) 风险提示: 行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；渠道改革不及预期。

### 评论:

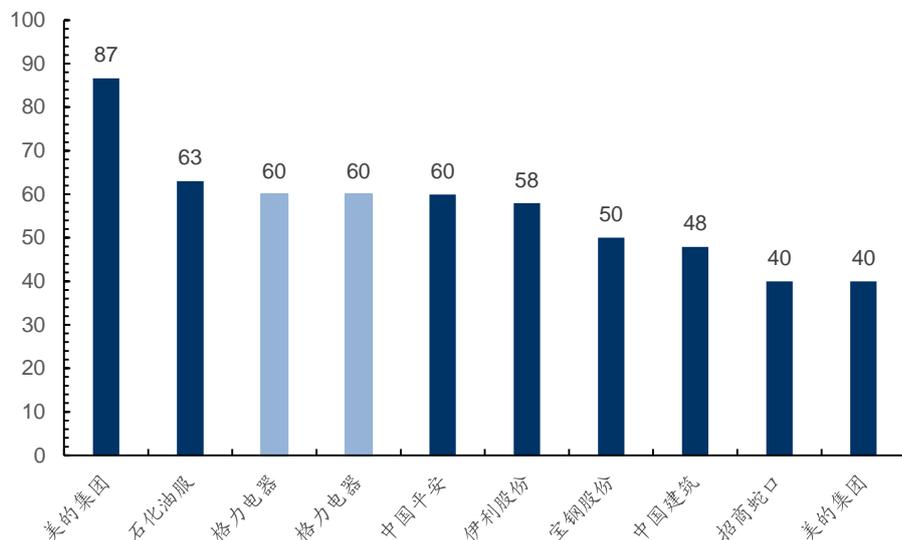
#### ■ 三次大额回购彰显信心，看好公司长期发展价值

两年内接连大额回购打破记录，彰显管理层对公司未来发展前景的高度认可。公司在 2021 年 2 月和 5 月接连完成了两笔 60 亿元的大额回购，回购金额排在 A 股已完成回购金额第 3 和第 4。此次回购在上次回购刚完成不到 10 天而推出，总金额最高为 150 亿元，最低为 75 亿元。若回购顺利进行，则近两年公司回购总额预计将突破 200 亿元，将创下 A 股之最，显现公司管理层对未来发展的强大信心。从资金实力上来说，2021 年 3 月底公司共有货币资金 1465.91 亿元，若按顶额回购计算，150 亿元的现金流出对公司的经营不会造成影响，而且 2020 年公司的净营业周期为 -12.40 天，连续 9 年保持为负，日常经营中对资金的需求较低。

大额回购背后是公司对空调销售积极复苏和多元化业务带来再次增长的信心。2021Q1 公司营收同比增长 60%，归母净利润实现翻倍以上增长，显示出疫情后积极复苏的势头。而终端销售的数据亦同样亮眼，2021 年 1-4 月格力线上空调销售额同比增长 57%，线下销售额同比增长 31%。表现在公司的资产负债表上，则是 Q1 合同负债创下历史 Q1 末的新高，其他流动负债余额（与返利相关）也创下新高。同时，通过不断的研发创新，公司在智能装备、精密模具、新能源、半导体等新兴产业实现突破，或带动公司的二次成长。智能装备领域，公司产品已涵盖伺服机械手、工业机器人、智能仓储装备、换热器专用机床设备、无人自动化生产线体等 10 多个领域，超百种规格产品；精密模具领域，公司在 2020 年研发出全新精密高效多腔注塑解决方案、蒸汽模方案等，已累计申请上百项发明专利；新

能源领域，公司业务已覆盖括光伏储直流空调系统、工商业储能、新能源直流电器、能源互联网系统和新能源汽车零部件等；半导体领域，公司在半导体领域的研究已取得重大进展，自研芯片、器件得到量产验证。公司在上述领域经过多年的投入，多项产品开花结果，未来有望为公司贡献持续的增长。

**图 1：截止目前 A 股前十大已完成回购中，格力两次回购分别排在第 3 和第 4**



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1：格力此前两次 60 亿回购详细情况**

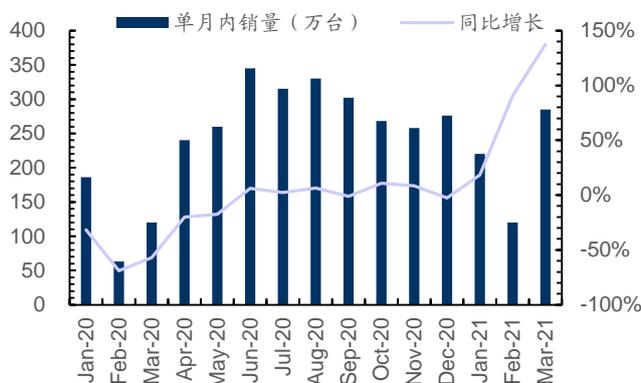
序号	预案公布日期	回购价格上限 (元/股)	预计回购金额	回购目的	实际回购金额	实际回购数量 (亿股)	占总股本比例	回购均价 (元/股)
1	2020 年 4 月 13 日	70	30-60 亿元	员工持股计划或者股权激励	60 亿元	1.08	1.80%	55.36
2	2020 年 10 月 14 日	70	30-60 亿元	公司员工持股计划或股权激励	60 亿元	1.01	1.68%	59.25

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 近期跟踪：5 月空调内销排产增速领先，销售均价迎来持续上涨

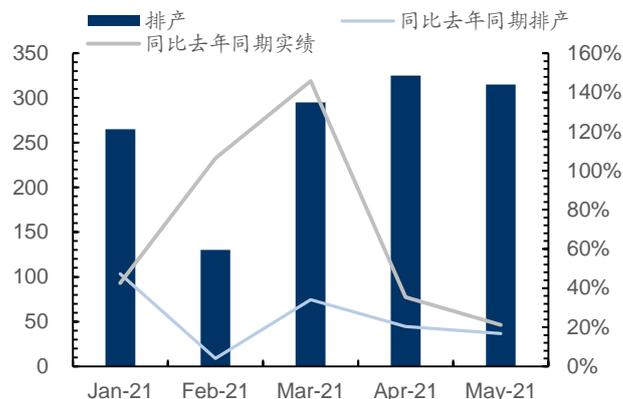
根据产业在线的数据，公司 3 月空调内销量 285 万台，同比增长 137.5%，增速高于行业平均 89.7% 的增速；空调内销排产亦实现领先行业的高速增长，5 月公司空调内销排产 315 万台，同比去年排产/实绩增长 17%/21%，而行业内主要公司内销排产同比去年实绩均有所下滑，公司增长韧性十足。价格方面，由于原材料涨价和价格战结束，空调价格迎来持续上涨行情，根据奥维云网的数据，4 月公司空调线上价格增长 32.53%，线下价格增长 8.88%，已连续多月上升，将有力对冲原材料带来的不利影响。

图 2：公司空调内销量实现良好复苏



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

图 3：公司内销排产实现稳健增长



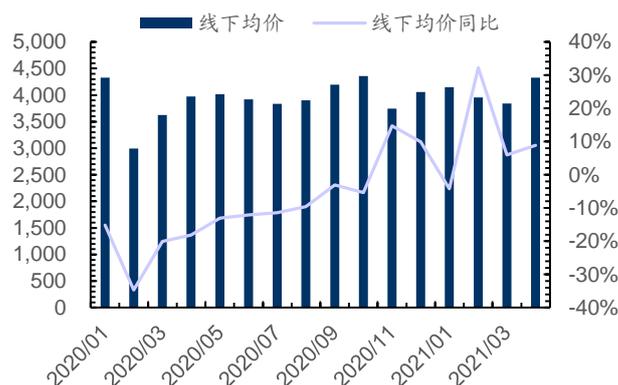
资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

图 4：公司线上均价持续上涨



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 5：公司线下均价持续上涨



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

### ■ 员工持股计划落地在即，治理结构改善可期

公司此前 2 次共 120 亿元的回购及此次回购的股份都将用于员工持股计划或者股权激励，据此推算，公司未来可用于股权激励的总额或将超过 200 亿元。公司自 2019 年引入高瓴之后，进行员工持股及股权激励便成为进一步改善公司治理架构的下一个重要的举措。第 3 次如此大规模回购的进行，或将预示着员工持股计划或股权激励推出在即。这将有利于完善公司的长效激励机制，充分调动公司管理层及员工的能动性，进一步提高团队凝聚力和公司竞争力，推动公司的长期健康稳定发展。

### ■ 投资建议：大额回购显信心，龙头或逢第二春

此次创纪录的回购显示出公司对未来长期发展的坚定信心，公司空调主业不断扩展应用领域，在冰洗等其他家电产品上快速开拓，在智能装备、精密模具、新能源、半导体等新兴产业实现突破，未来有望持续为公司贡献增长动力。维持此前盈利预测，预计 21-23 年归母净利润为 253/290/316 亿元，对应 EPS 为 4.21/4.82/5.26 元，对应当前股价 PE 为 13.8/12.0/11.0X，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示：

行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；渠道改革不及预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
600690.SH	海尔智家	买入	31.18	0.98	1.40	1.65	32	22	19	3.9
000651.SZ	格力电器	买入	58.04	3.69	4.21	4.82	16	14	12	3.1
000333.SZ	美的集团	买入	83.90	3.87	4.26	4.62	22	20	18	5.0

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	136413	153536	165418	182330
应收款项	8886	12662	13509	14082
存货净额	27880	26208	30996	35093
其他流动资产	40084	40989	52853	55060
<b>流动资产合计</b>	<b>213633</b>	<b>234445</b>	<b>264036</b>	<b>288076</b>
固定资产	23007	24527	26395	28161
无形资产及其他	5878	5643	5408	5173
投资性房地产	28580	28580	28580	28580
长期股权投资	8120	11054	13049	15045
<b>资产总计</b>	<b>279218</b>	<b>304250</b>	<b>337469</b>	<b>365036</b>
短期借款及交易性金融负债	20304	19439	18562	19435
应付款项	53032	61140	71087	75694
其他流动负债	85143	92179	104099	116039
<b>流动负债合计</b>	<b>158479</b>	<b>172759</b>	<b>193748</b>	<b>211168</b>
长期借款及应付债券	1861	1861	1861	1861
其他长期负债	1998	2580	3163	3780
<b>长期负债合计</b>	<b>3859</b>	<b>4441</b>	<b>5023</b>	<b>5641</b>
<b>负债合计</b>	<b>162337</b>	<b>177200</b>	<b>198772</b>	<b>216809</b>
少数股东权益	1690	1738	1792	1837
股东权益	115190	125312	136905	146390
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>279218</b>	<b>304250</b>	<b>337469</b>	<b>365036</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	3.69	4.21	4.82	5.26
每股红利	2.37	2.52	2.89	3.68
每股净资产	19.15	20.83	22.76	24.33
ROIC	15%	20%	24%	28%
ROE	19%	20%	21%	22%
毛利率	27%	28%	28%	28%
EBIT Margin	13%	14%	14%	14%
EBITDA Margin	15%	15%	15%	15%
收入增长	-15%	18%	12%	9%
净利润增长率	-10%	14%	15%	9%
资产负债率	59%	59%	59%	60%
息率	4.1%	4.3%	5.0%	6.3%
P/E	15.7	13.8	12.0	11.0
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	19.5	17.8	16.4	15.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>170497</b>	<b>200948</b>	<b>224134</b>	<b>244753</b>
营业成本	124229	145165	161305	175464
营业税金及附加	965	1407	1521	1660
销售费用	13043	15473	17595	19580
管理费用	9656	11689	12899	14186
财务费用	(1938)	(1949)	(2279)	(2567)
投资收益	713	243	478	361
资产减值及公允价值变动	474	536	787	599
其他收入	315	0	0	0
营业利润	26044	29943	34359	37388
营业外净收支	265	97	37	133
<b>利润总额</b>	<b>26309</b>	<b>30040</b>	<b>34395</b>	<b>37521</b>
所得税费用	4030	4616	5277	5756
少数股东损益	104	119	136	149
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22175</b>	<b>25304</b>	<b>28982</b>	<b>31616</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>22175</b>	<b>25304</b>	<b>28982</b>	<b>31616</b>
资产减值准备	(849)	66	26	24
折旧摊销	3589	2370	2697	2941
公允价值变动损失	(474)	(536)	(787)	(599)
财务费用	(1938)	(1949)	(2279)	(2567)
营运资本变动	1213	12799	4976	10312
其它	886	(19)	28	20
<b>经营活动现金流</b>	<b>26540</b>	<b>39985</b>	<b>35922</b>	<b>44315</b>
资本开支	(4460)	(3200)	(3569)	(3898)
其它投资现金流	1030	(679)	(210)	(252)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4485)</b>	<b>(6814)</b>	<b>(5774)</b>	<b>(6145)</b>
权益性融资	15	0	0	0
负债净变化	1814	0	0	0
支付股利、利息	(14236)	(15183)	(17389)	(22131)
其它融资现金流	13787	(866)	(876)	873
<b>融资活动现金流</b>	<b>(11042)</b>	<b>(16048)</b>	<b>(18266)</b>	<b>(21259)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>11012</b>	<b>17123</b>	<b>11882</b>	<b>16912</b>
货币资金的期初余额	125401	136413	153536	165418
货币资金的期末余额	136413	153536	165418	182330
企业自由现金流	19484	35001	30191	38022
权益自由现金流	35085	35785	31243	41068

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032